

一、反内幕交易法的适用对象

各国法律对进行内幕交易人员的范围一般均规定有：公司经理、董事或占公司股份总额10%以上的大股东（上述人员统称“内部人”），以及与公司有关的律师、银行业务员、税务专管员等（统称为“准内部人”）。对于“内部人”与“准内部人”的股票交易行为的认定，美国法律界存在着两种学说：“戒绝交易说”与“私用内幕消息说”。

“戒绝交易说”认为，当公司“内部人”或“准内部人”获知未公开的重要消息，而有意买卖该公司股票时，他可以选择：在交易市场上公开谈消息，然后进行交易；或者完全不从事任何交易（即戒绝交易）。但在实践中，由于大部分的上述人员无权私自公开内幕消息，所以他们只能选择完全不从事任何交易。若违反了这条规则，则构成法律所禁止的“内幕交易”。1980年以前，美国法院一直是根据这一学说来处理案件，直到出现了以下案例：某律师事务所为甲上市公司准备一项大型投资计划时，该律师事务所的清洁工人在垃圾筒中发现了这一计划草稿的内容，于是，该工人便利用此消息在股市交易中大获其利。若按照“戒绝交易说”，由于他并不属于“内部人”，亦不属于“准内部人”，从而也无需承担任何法律责任。为了堵塞这漏洞，美国及其他国家，地区的立法（台湾的立法尤为突出）就扩大了内幕交易人员的范围，规定“从‘内部人’或‘准内部人’处获悉消息者”亦属反内幕交易法的适用对象，为此，法律界遂改而采取“私用内幕消息说”。

试谈反内幕交易法的若干问题

陈海晖

“私用内幕消息说”认为，若某人从“内部人”或“准内部人”处得到内幕消息，为了个人私利而利用该消息买卖或再告诉他人，使他人买卖股票的，不论在任何情况下，均须负法律责任。根据这一学说，在具体的司法实践中，首先要先指出此人与消息来源者之间存在“信用关系”，因为若不存在信用关系，任何人在法律上均不存在为他人保守秘密的义务。在大部分情况下，这种“信用关系”是不难证明的，例如：

（1）雇佣关系。被雇人对雇主负有保密义务。因此，上例中清洁工对律师事务所负有保密义务，其私用内幕信息炒股的行为，显然违反了他对事务所应承担的义务。

（2）亲属关系。比如作为公司总经理的父亲在与儿子谈话的过程中无意间透露了本公司的合并计划，而儿子若私用该信息炒股，便违反了他对父亲应承担的保密义务。

（3）临时建立的信用关系。“信用关系”还可能存在于临时的商业伙伴或临时交往者之间。例如，在谈话中透露内幕消息的人请求对方要保密而被对方外泄或利用来进行内幕交易；或参加公司内部计划会议的人将会议内容透露给他人或自己进行买卖该公司股票的行为等。

实际上，“信用关系”的建立通常通过以下两种方式：

（1）以依赖作为判断的基础。其重点在于内幕交易人是否曾令第三人（消息来源者）相信他，从而懈怠了对他的防卫之心；

（2）以“事实上的控制”作为判断的基

础。其重点在于：内幕交易人是否对消息来源者有重大影响力，使后者在交往过程中较易相信他。

由此可见，并非所有从“内部人”或“准内部人”处得到内幕消息的人均为违法从事内幕交易的人，还必须具备以下条件：（1）此人与“内部人”或“准内部人”之间存在着“信用关系”；（2）此人利用这种信用关系而获得内幕消息并泄露给他人买卖股票或自己进行买卖股票的行为。所以，反内幕交易法规的适用对象应包括：内部人；准内部人；以及从“内部人”或“准内部人”处获得内幕消息，并违反对后者的“信用关系”义务而从事内幕交易的人。以上两种学说不能偏废：对于前两者，适用“戒绝交易说”；对最后一种对象，则适用“私用内幕消息说”。

二、内幕消息的“未公开标准”

所谓内幕消息，应具备两个基本要件：一是消息持有人所知悉的消息，尚未被市场上其他投资者获悉；二是这项消息本身相当重要，足以影响投资人的判断与选择，使相关公司的股票价格在信息公开后受此消息的影响而产生波动。那么，如何判断某项消息是否已被市场上的其他投资者获悉呢？亦即信息公开的具体时间、场合应如何认定呢？这涉及内幕消息的“未公开”标准问题。

试举一例以说明。在美国 SEC 诉 T 一案中，被告 T（系内部人）在公司向新闻界发布公司探矿成功后的 30 分钟，便在市场上买进该公司股票。该被告主张：当他买入股票时，公司已将有关消息对外公布了，所以他并未利用“未公开”的内幕消息进行内幕交易。然而，法院不同意被告的主张，认为：虽然公司在被告买进股票前约 30 分钟发布了有关消息，但并非所有投资者都已知晓这一消息，且投资者亦无足够的时间来分析、消化这个消息。据此，该被告应等待更长的时间才能从事买卖。那么，这段时间究竟应该多长呢？法院主张具体问题要具体分析。在一般实践

中，对于大公司、知名度高的公司，这段时间为 10 小时，即获取消息的人员须在消息公布后第 11 小时后方可进行有关股票的买卖；而对于小公司，则延长为数天。

从公开的具体方式看，大致有以下几种：①新闻发布会上公布；②通过全国性的新闻媒介公布；③市场消化信息；④只要有相等数量的股票分析师知悉即算公开。美国目前采取的是第④种方式。我国的有关法规对公开的形式规定为：在中国证监会指定的报刊上刊登有关消息。台湾证券交易法规虽未明确规定公开的形式，但一般认为，只要消息透露给公众后，经过 10 个营业日，便算消化了消息。日本则规定：企业董事长应在两个以上的新闻媒体上公开重要事实，且持续时间为 12 小时，知情者应在 12 小时后方可进行该股票的买卖。

总之，公开的标准为：以一定的形式采取上述四种方式的任何一种或几种公布重要消息，并经过一段时间，方谓“消息正公开”，才可从事有关交易。

三、内幕交易是否应以利用“内幕信息”为前提

1988 年以前，围绕这个问题，美国证券业的理论界与实务界展开了一场争论：一种看法认为，“内幕交易”必须以利用内幕信息为基础。因为法律禁止内幕交易的主要目的，在于防止不公平竞争，而内幕交易人只有利用了内幕信息进行交易才构成不公平竞争（因其他人无法获知并利用此消息）。另一种看法认为，内幕交易不一定以利用内幕信息为前提，因为法律之所以处罚内幕交易行为，主要是处罚该行为人在交易过程中，没有向对方公布自己所知道的内幕消息。所以该行为人只要获悉了内幕消息，同时为证券买卖之行为，不论这二者间是否有直接的因果关系，均属内幕交易行为。例如，1985 年发生的 SEC 诉 M 一案中，被告在出售股票时已获内幕消息，但他辩称，他之所以会在那里出售股票，并非由于知道内幕信息，而是

为了还清银行贷款方才抛出股票以换取现金。对于此案,若采用第一种观点,则该被告的行为不构成内幕交易;若采用后一种观点,则显然已构成内幕交易,应受法律制裁。在司法实践中,法院采取的是一种折衷主义。在判决前,SEC 便与被告达成和解:SEC 以行政命令的方式,命令被告在一定期间内不得再从事与证券有关的行为;但 SEC 并未要求被告缴出抛售股票所得之利润。

虽然司法实践中法院采取的是折中的做法,但美国的法律规定却明确采用了第二种观点,即主张“严格主义”。1988 年《内部人交易与证券欺诈执行法》中规定:只要“内部人”在从事交易时知道了内幕消息,他就应接受处罚,而不问其交易行为是基于获知此内幕消息还是其他的原因。美国法律协会草拟的“联邦证券法”中亦有类似规定。

我国台湾的有关法规对于这一问题的处理有其特点:被告只有具备“图利自己”的意图,才能对其加以处罚。而在台湾的司法实践中,为了便于检察官举证或一般投资者请求赔偿,法院往往认为:只要被告在从事股票交易时已获悉“内幕消息”,便可推定其有“图利自己”的意图;而无需检察官或请求赔偿的投资者举证;但若被告主张自己的交易行为与其获悉的“内幕消息”并无关联,同时举证证明这一点,则可判决该被告并未从事内幕交易。显然,台湾司法实践中采取的这种做法与美国实务界的做法在本质上是-致的:即采取“折中主义”,而非“严格主义”。这样做对被告、原告双方均较为有利。因为,如果采用美国法律的“严格主义”的规定,则对于被告未免过于苛刻;反之,若要求检察官或原告证明被告有“图利”之目的,亦因要求过高而难以做到。所以,先推定被告有“图利”之目的而后通过被告的反证来推翻原来推定可能是较可取的做法。

四、何谓“恶意”

在确定被告有“图利”意图后,还须证明他是否有“恶意”,即是否“明知而故犯”。对于是否“明知”,有三种方式可证明:(1)被告为之服务的企业、公司本来就有不得外泄内部消息的规章制度;(2)有关文件注明属“机密”或“绝密”级;(3)消息来源者要求受密者保密等。若无法直接从以上三点中任何一点证明从事内幕交易的嫌疑人是“明知”时,就可采用:“间接证据”法来推论。如在美国 SEC 诉 B 一案中(1984 年),被告 B 为一家替律师事务所提供打印办公服务的公司的经理。SEC 认为 B 私用律师事务所为其客户准备的有关公司合并文件中未公开的重要消息进行内幕交易。法院在审判中采用了“间接证据”法来判断被告应该是知道文件内容具有机密性的,因为:①被告的下属作证指出:他们知道那消息具有机密性;②有关文件中的相关公司的名称均以代号表示,而隐去其真实名称。这两项证据没有一项可直接证明被告知道文件为内部机密,但二者结合在一起便足以证明了。

从上述探讨分析中可以看出,虽然有关内幕交易的法规已有比较周密详细的规定,然而在具体的司法实践中还会遇到形形色色的问题,如前文所述的:“内幕交易人”(即内幕交易法的适用对象)包括哪些对象;怎样的消息方属未公开的内部的-消息;是否获知内部消息并从事有关交易就一定构成内幕交易;构成内幕交易的要件之一:明知故犯中“明知”的判断标准是什么等等。可见,要真正做到从法律上严格禁止内幕交易以增强投资者的信心,除了要有明确而细致的法律、法规外,还要求司法工作者及其他法律工作者深入理解法条的精神实质,借鉴其他成功的经验与做法,方能真正做到对那些违反股票市场公平与诚信原则的内幕交易者予必要的惩处,以维护市场经济的正常秩序。

(作者单位:厦门大学)